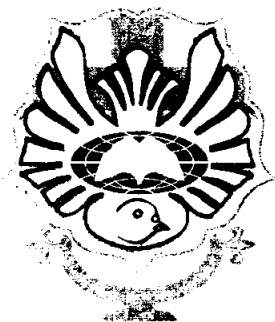


**FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP HUTANG
BERDASARKAN PERSPEKTIF *PECKING ORDER THEORY*
PADA PERUSAHAAN YANG *GO PUBLIC*
DI BURSA EFEK JAKARTA**

THESIS

OLEH :

**A AN ARIEF JUSUF
8122405004**



No. INDUK	
TGL. SERAH	13.05.2007
ST. B. I.	MM
No. BUKU	
OP. ME	

**UNIVERSITAS KATOLIK WIDYA MANDALA SURABAYA
PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
NOPEMBER 2006**

FAKTOR – FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP
HUTANG BERDASARKAN PERSPEKTIF *PECKING ORDER*
THEORY PADA PERUSAHAAN YANG *GO PUBLIC*
DI BURSA EFEK JAKARTA

TESIS
Diajukan kepada
Universitas Katolik Widya Mandala
untuk memenuhi persyaratan
dalam menyelesaikan program Magister
Manajemen

A AN ARIEF JUSUF

8122405.004

UNIVERSITAS KATOLIK WIDYA MANDALA SURABAYA
PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
NOPEMBER 2006

Tesis oleh A An Arief Jusuf ini telah diperiksa dan disetujui untuk diuji

Surabaya, 14 Nopember 2006

Pembimbing

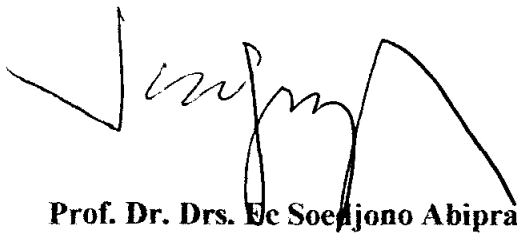
A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Dr. Hermeindito Ka'aro'. The signature is stylized with a large, sweeping 'H' and a long, horizontal stroke.

Dr. Hermeindito Ka'aro

Tesis ini telah diuji dan dinilai
Oleh Panitia Penguji pada
Program Pascasarjana Unika Widya Mandala Surabaya
Pada tanggal 12 bulan Desember tahun 2006

Panitia Penguji

1. Ketua



Prof. Dr. Drs. Ec Soedjono Abipraja

2. Sekretaris



Dr. Hermeindito Ka'aro

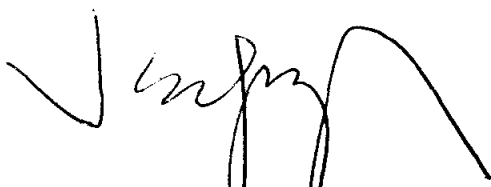
3. Anggota



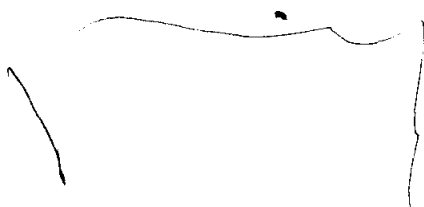
Prof. Dr. Ida Bagus Made Santika

Tesis oleh A An Arief Jusuf ini telah dipertahankan di depan dewan penguji
pada tanggal 12 Desember 2006

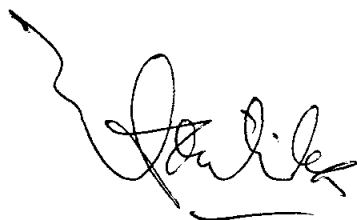
Dewan Penguji



Prof. Dr. Drs. E. Soedjono Abipraja, Ketua



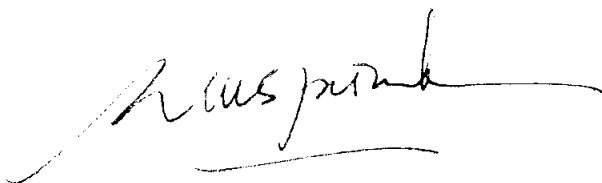
Dr. Hermeindito Ka'aro, Anggota



Prof. Dr. Ida Bagus Made Santika, Anggota

Mengetahui

Direktur Program Pascasarjana



Prof. Dr. Wuri Soedjatmiko

NIK. 121.82.0093

UCAPAN TERIMA KASIH

UCAPAN TERIMA KASIH

Puji syukur penulis panjatkan ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa yang telah memberikan anugerah-Nya sehingga penulis dapat menyusun tesis dengan judul Faktor – Faktor yang Berpengaruh Terhadap Hutang Berdasarkan Perspektif *Pecking Order Theory* Pada Perusahaan yang *Go Public* di Bursa Efek Jakarta. Tesis ini disusun dengan tujuan sebagai prasyarat untuk meraih gelar Magister Manajemen dari Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.

Penulis ingin mengucapkan terima kasih atas terselesaikannya tesis ini kepada:

1. Prof. Dr. J. S. Ami Soewandi selaku Rektor Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya
2. Prof. Dr. Wuri Soedjatmiko selaku Direktur Program Pascasarjana Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya
3. Prof. Dr. Drs. Ec. Soedjono Abipraja selaku Ketua Progam Magister Manajemen Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya
4. Dr. Hermeindito Ka'aro selaku Dosen Pembimbing yang telah membimbing dan memberikan artikel-artikel ilmiah kepada penulis
5. Segenap Dosen yang telah memberikan pengarahan dan bimbingan kepada penulis selama menjalani proses pendidikan di Progam Pascasarjana Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya
6. Kedua orang tua penulis yang telah memberikan semua dukungan yang diperlukan

7. Semua pihak yang telah membantu penulis baik secara langsung maupun tidak langsung.

Semoga segala budi baik yang mereka berikan mendapatkan rahmat dari Tuhan Yang Maha Esa.

Penulis menyadari keterbatasan tesis ini, namun penulis berharap tesis ini dapat memberikan manfaat bagi semua pihak. Penulis mengharapkan saran-saran dan kritik-kritik yang bersifat membangun mengenai tesis ini.

Surabaya, Nopember 2006

Penulis

RINGKASAN

RINGKASAN

Perusahaan melakukan pendanaan berdasarkan kebutuhan, dan strategi yang diterapkan. Kebutuhan dana dapat dipenuhi dari penerbitan saham, obligasi, dan laba yang ditahan. Dana yang diperoleh akan dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional, serta melakukan investasi yang diperlukan.

Teori *Pecking Order* menyatakan secara tidak langsung bahwa perusahaan-perusahaan yang semakin tinggi profitabilitasnya akan memiliki hutang yang lebih sedikit, karena mereka mampu mendanai proyek baru tanpa menerbitkan hutang atau saham. Informasi asimetri secara pasti akan membawa perusahaan untuk menghancurkan nilai pemegang saham saat ini jika perusahaan memutuskan untuk menerbitkan saham baru. Hal ini disebabkan karena kesalahan penilaian pasar dari implementasi suatu proyek baru, sehingga menyebabkan *undervaluation* dari saham baru dan sebagai akibatnya transfer kekayaan dari pemegang saham lama ke pemegang saham baru.

Baskin (1989), Allen (1993), dan Adedeji (1998) menemukan bahwa investasi berhubungan positif dengan *financial leverage*. Karena adanya informasi asimetris, maka investor tidak dapat mengamati perilaku manajer dalam mengambil keputusan pendanaan secara langsung. H₁: Kebijakan investasi berpengaruh positif terhadap hutang perusahaan.

Myers (1984a) berpendapat bahwa sasaran rasio pembayaran deviden tidak mudah berubah. Di sisi lain, target rasio hutang tidak terdefinisi dengan baik (*stochastic*), sehingga berfluktuasi tergantung pada peluang investasi dan sumber dana internal yang diperoleh perusahaan. Berdasarkan argumentasi ini tampak bahwa kebijakan deviden tidak relevan dengan kebijakan pendanaan, tetapi lebih tepat dipandang sebagai sinyal prospek perusahaan daripada keputusan pendanaan. H₂: Kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap hutang perusahaan.

Dalam perspektif *Pecking Order Theory* alternatif pendanaan yang terutama adalah pendanaan internal. Adanya komitmen pembayaran kepada kreditur akan mengakibatkan perusahaan menunda suatu proyek (yang memiliki NPV yang positif di masa yang akan datang) (Myers, 1977). H₃: Tingkat arus kas perusahaan berpengaruh negatif terhadap hutang perusahaan.

Penelitian ini mengestimasi hubungan empiris antara investasi, deviden, dan arus kas terhadap hutang perusahaan. Penelitian ini menggunakan *ordinary least square regression* sebagai alat analisis. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan-perusahaan manufaktur di BEJ dari tahun 2001-2004. Sampel penelitian ini merupakan perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode 2001-2004 dengan jumlah 101 perusahaan. Penelitian ini menggunakan metode Newey-West sehingga masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi telah tereliminir.

Berdasarkan data pada Tabel 5.3 nilai α (tingkat signifikansi) untuk variabel investasi sebesar 0,0367, sedangkan nilai taraf signifikansi sebesar 0,05. Karena nilai α masih lebih kecil dari 0,05, maka variabel investasi berpengaruh secara signifikan terhadap variabel hutang. Nilai koefisien variabel investasi dalam pengaruhnya terhadap variabel hutang sebesar 0,2813. Hal ini

menunjukkan bahwa hipotesis 1 (kebijakan investasi berpengaruh positif terhadap positif terhadap hutang perusahaan) tidak dapat ditolak.

Nilai α variabel deviden sebesar 0,3677 lebih besar dari taraf signifikansi yang dapat diterima (0,05). Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 2 (kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap hutang perusahaan) tidak dapat ditolak. Nilai α variabel arus kas sebesar 0,0092 sehingga variabel arus kas berpengaruh secara signifikan terhadap variabel hutang. Nilai koefisien variabel deviden dalam pengaruhnya terhadap variabel hutang sebesar -0,5604. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 3 (tingkat arus kas perusahaan berpengaruh negatif terhadap hutang perusahaan) tidak dapat ditolak.

Dalam penelitian ini digunakan metode Newey-West, sehingga permasalahan autokorelasi dan heterokedastisitas telah tereliminir. Nilai *Eigen Value* tidak mendekati nol dan *Condition Index* kurang dari lima belas, maka hasil dari penelitian ini tidak mengalami permasalahan multikolinearitas.

Adanya informasi asimetris mengakibatkan para manajer memiliki informasi lebih banyak daripada para investor. Hal ini mengakibatkan para investor perlu mencermati pilihan pendanaan yang digunakan oleh para manajer. Jika perusahaan memiliki investasi yang dianggap menguntungkan, maka para manajer akan memiliki kecenderungan untuk menggunakan dana internal terlebih dahulu. Tetapi, para investor hendaknya mencermati kendala pendanaan yang dihadapi perusahaan. Perusahaan yang mengalami kendala dalam berhutang cenderung mendanai investasi dari dana internal, kemudian ekuitas. Perusahaan yang terkendala dalam hal likuiditas akan cenderung menggunakan hutang, kemudian ekuitas dalam mendanai investasi.

ABSTRACT

ABSTRACT

This paper discusses the factors that affecting debt based on Pecking Order's perspective. The data has been analyzed with ordinary least square regression and Newey-West method. The paper by Myers and Majluf (1984b) is often considered to be the theoretical underpinning of the Pecking Order Theory. In this model, there is asymmetry of information about firm prospect between managers and investors. The managers know better about firm's prospect than the investors. The findings of this paper can be summarized as follows. (1) Investment has positive influence on debt. (2) Dividend has no influence on debt. (3) Cash flow has negative influence on debt.

Keywords: *pecking order theory, investment, dividend, cash flow, debt, ordinary least square regression, Newey-West method*

DAFTAR ISI

DAFTAR ISI

HALAMAN PRASYARAT GELAR	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
HALAMAN PENETAPAN PANITIA PENGUJI	iii
HALAMAN PERSETUJUAN DAN PENGESAHAN TESIS	iv
UCAPAN TERIMA KASIH	v
RINGKASAN	vii
ABSTRACT	ix
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Permasalahan	1
1.2 Rumusan Masalah	6
1.3 Tujuan Penelitian	6
1.4 Manfaat Penelitian	6
BAB 2 TINJAUAN KEPUSTAKAAN	7
2.1 Nilai Perusahaan	7
2.1.1 Hubungan antara Peminjaman dan Nilai Pasar Perusahaan	8
2.2 <i>Balancing Theory</i>	10
2.3 <i>Pecking Order Theory</i>	13

2.3.1 Relevansi Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Deviden	14
2.4 <i>Agency Theory</i> dalam Arus Kas dan Hutang	15
2.5 Penelitian Terdahulu	17
BAB 3 KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN	20
3.1 Kerangka Konseptual	20
3.2 Hipotesis Penelitian	21
BAB 4 METODE PENELITIAN	24
4.1 Desain Penelitian	24
4.2 Identifikasi Variabel	24
4.3 Definisi Operasional Variabel	25
4.4 Sumber dan Jenis Data	25
4.5 Pengukuran Variabel	25
4.6 Populasi, Sampel Penelitian, dan Teknik Pengambilan Sampel	26
4.7 Teknik Analisis Data	29
BAB 5 ANALISIS HASIL PENELITIAN	32
5.1 Gambaran Umum Objek Penelitian	32
5.2 Deskripsi Data Penelitian	34
BAB 6 PEMBAHASAN	39
6.1 Pengaruh Kebijakan Investasi terhadap Hutang Perusahaan	39
6.2 Pengaruh Kebijakan Deviden terhadap Hutang Perusahaan	40
6.3 Pengaruh Tingkat Arus Kas terhadap Hutang Perusahaan	41
6.4 Pengaruh <i>Pecking Order</i> dan Informasi Asimetris	42

BAB 7	SIMPULAN DAN SARAN	46
7.1	Simpulan	46
7.2	Saran	48
DAFTAR	KEPUSTAKAAN	50
LAMPIRAN	52

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1.1 Garis Besar Pasar Modal Indonesia Tahun 2001 – 2004	5
4.1 Sektor Industri Dasar dan Kimia	27
4.2 Sektor Aneka Industri	28
4.3 Sektor Industri Barang Konsumsi	29
5.1 Hutang Perusahaan Manufaktur Tahun 2001 – 2004 (dalam Milyar Rp)	32
5.2 Investasi Perusahaan Manufaktur Tahun 2001 – 2004 (dalam Milyar Rp)	33
5.3 Deviden Perusahaan Manufaktur Tahun 2001 – 2004 (dalam Milyar Rp)	33
5.4 Arus Kas Perusahaan Manufaktur Tahun 2001 – 2004 (dalam Milyar Rp)	34
5.5 Aktiva Perusahaan Manufaktur Tahun 2001 – 2004 (dalam Milyar Rp)	34
5.6 Rasio Hutang Terhadap Aktiva Perusahaan Manufaktur Tahun 2001 – 2004	35
5.7 Rasio Investasi Terhadap Aktiva Perusahaan Manufaktur Tahun 2001 – 2004	35
5.8 Rasio Deviden Terhadap Aktiva Perusahaan Manufaktur Tahun 2001 – 2004	36

5.9 Rasio Arus Kas Terhadap Aktiva Perusahaan Manufaktur	
Tahun 2001 – 2004	36
5.10 Statistik Regresi dengan Metode Newey-West	37
5.11 Penghitungan <i>Eigen Value</i> dan <i>Condition Index</i>	38

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
2.1 Keputusan Investasi Perusahaan dengan Sumber Pendanaan dari Ekuitas	8
2.2 Keputusan Investasi Perusahaan dengan Menggunakan Hutang .	9
2.3 Nilai Perusahaan dan Hutang Sebagai Fungsi dari Pembayaran yang Disepakati ke Kreditur	10
2.4 Efek Hutang pada Nilai Saham	12

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1. Nama Perusahaan Sampel	52
2. Hutang Jangka Panjang Perusahaan Sampel	54
3. Investasi Perusahaan Sampel	56
4. Deviden Perusahaan Sampel	58
5. Arus Kas Perusahaan Sampel	60
6. Aktiva Perusahaan Sampel	62
7. Rasio Hutang Perusahaan Sampel	64
8. Rasio Investasi Perusahaan Sampel	66
9. Rasio Deviden Perusahaan Sampel	68
10. Rasio Arus Kas Perusahaan Sampel	70
11. Statistik Regresi dengan Metode Newey – West	72
12. Penghitungan <i>Eigen Value</i> dan <i>Condition Index</i>	73